BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– January 2002 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 15 January 2002 and updates the November 2001 Monetary Policy Report.

In the November *Monetary Policy Report*, the timing and extent of the recovery in economic activity in Canada this year was seen as depending crucially on geopolitical developments and on how quickly consumer and business confidence would return to normal. Two polar scenarios were envisaged. In one, consumer and business confidence stayed fragile through 2002, contributing to sluggish growth. In the other, confidence was restored quickly, leading to robust growth early this year.

While robust growth is not yet underway, geopolitical developments have evolved positively, and consumer confidence has improved. Thus, the likelihood that economic growth this year will be between these two scenarios, and broadly in line with the Bank's "working assumptions" of last November, has increased.[1] This implies that the economy should gain significant momentum as the year progresses. However, business confidence remains weak in many countries, with the recovery in global business investment being the major area of uncertainty for the outlook. Relative to its assumptions of last November, the Bank now expects the amount of economic slack in 2002 to be somewhat greater.

1. As a result of developments over the past two months, the Bank is reverting to its customary practice of presenting a range of 1 percentage point around the midpoint of its projection for Canadian GDP growth.

Highlights

- **The Bank has lowered its key policy rate by 75 basis points since the November *Report*, bringing the total reduction over the past 12 months to 375 basis points.**
- **Relative to last November, the amount of economic slack in 2002 is now expected to be somewhat greater.**
- **However, the likelihood that the economy will gain significant momentum as the year progresses has increased.**
- **With economic slack starting to diminish in the second half of 2002 and expected to disappear by late 2003, core and total CPI inflation should be back close to 2 per cent in about two years.**
- **The major uncertainty for the outlook is the timing and strength of the recovery in global business investment.**

M121

IMPORTANT NOTE CONCERNING THE FOLLOWING PAGES

THE PAGES WHICH FOLLOW HAVE BEEN FILMED TWICE IN ORDER TO OBTAIN THE BEST REPRODUCTIVE QUALITY

USERS SHOULD CONSULT ALL THE PAGES REPRODUCED ON THE FICHE IN ORDER TO OBTAIN A COMPLETE READING OF THE TEXT.

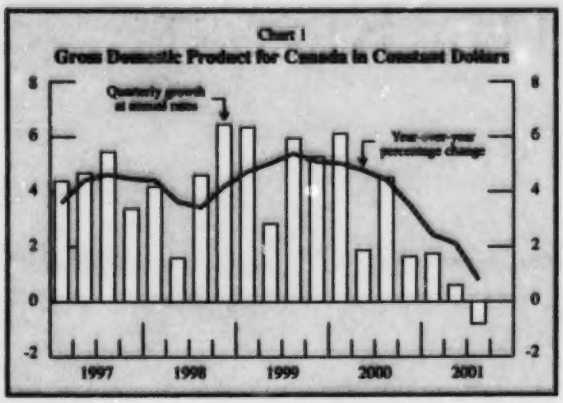
REMARQUE IMPORTANTE CONCERNANT LES PAGES QUI SUIVENT

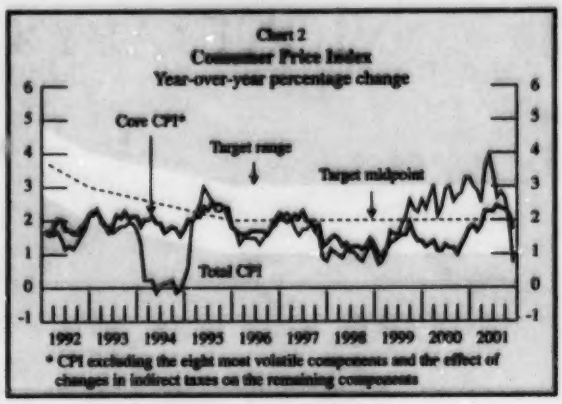
LES PAGES SUIVANTES ONT ÉTÉ REPRODUITES EN DOUBLE AFIN D'AMÉLIORER LA QUALITÉ DE REPRODUCTION

LES UTILISATEURS DOIVENT CONSULTER TOUTES LES PAGES REPRODUITES SUR LA FICHE AFIN D'OBTENIR LA LECTURE DU TEXTE INTÉGRAL

micromedia
a division of IHS Canada

20 Victoria Street
Toronto, Ontario M5C 2N8
Tel.: (416) 362-5211
Toll Free: 1-800-387-2689
Fax: (416) 362-6161
Email: info@micromedia.on.ca





Recent Economic and Financial Developments

After declining by 0.8 per cent at an annual rate in the third quarter of 2001, Canada's real GDP (Chart 1) is estimated to have remained largely unchanged in the fourth quarter. This would result in annual average growth for 2001 of about 1.5 per cent.

Some sectors of the economy have recovered quickly from the disruptions associated with the terrorist attacks on the United States last September. But in other areas, the adverse effects have persisted. In particular, activity in air travel, tourism, and certain manufacturing operations has remained well below that prior to the attacks. Automobile sales were at record levels in December, but some of these sales appear to have been brought forward from the first quarter of this year.

On balance, these sectoral developments suggest that, on average over the fourth and first quarters, the economy will have expanded by slightly less than was expected in the November *Report*, creating a correspondingly larger output gap.

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.7 per cent in November, down from 2.3 per cent in September (Chart 2). This decline in core inflation, while consistent with an economy that has moved into a position of excess supply, occurred sooner than expected in the last *Report*. This lower-than-expected level of core inflation mainly reflected increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers, as well as by operators of travel accommodation, to stimulate sales following the sharp fall-off in September.

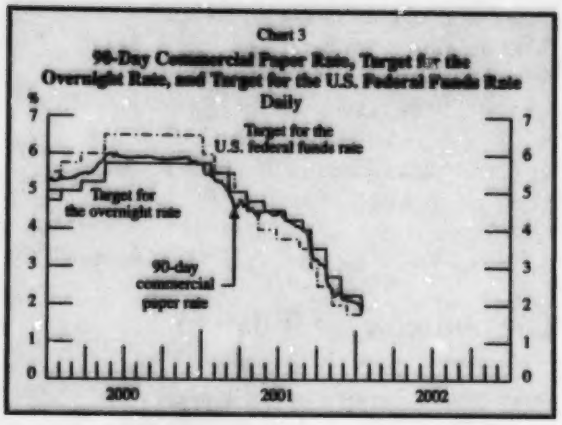
The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.7 per cent in November, down sharply from 2.6 per cent in September. This marked decrease relative to the core rate stems mainly from the significant decline in the world prices of energy commodities over the past year.

In response to weaker domestic activity, rising levels of economic slack, and attendant downward pressures on inflation, the Bank lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on 27 November 2001 and by 25 basis points on 15 January, bringing the level down to 2 per cent. Since the beginning of 2001, the Bank's key policy rate has been reduced by a total of 375 basis points. More than half of this reduction has occurred since late August (Chart 3).

Over the two months up to 15 January (the last fixed announcement date), the Canadian dollar fluctuated around a relatively low level against its U.S. counterpart. This situation reflected the general cyclical weakness of the world economy and commodity prices, as well as the uncertain international economic and political situation. The Canadian dollar strengthened somewhat against other major currencies over this period.

Because of the weakness in economic growth and the uncertainty surrounding

102-02452/



the outlook, certain sectors of the Canadian economy have experienced somewhat tighter credit conditions. There has recently been some easing in these conditions, however. As well, equity markets have recovered from the lows that followed the terrorist attacks.

Prospects for Growth

Recent geopolitical and economic developments increasingly point to the likelihood that economic growth in North America will gather significant momentum over the course of the year. The geopolitical situation has improved, and there are indications of a recovery in consumer confidence in both the United States and Canada from the low points reached after the terrorist attacks. However, business confidence in both countries remains weak, primarily reflecting the fact that the adjustment in inventories and fixed investment has not yet fully run its course and that corporate profits are low. The timing and strength of the recovery in global business investment represents the major uncertainty for the outlook.

Growth in the U.S. economy is projected to be modest in the first half of 2002. Business investment is expected to remain sluggish through the period, while the phasing out of generous price incentives on motor vehicles, a high level of consumer indebtedness, and rising unemployment are likely to slow the rate of increase in household spending. Lower energy prices will, however, be a positive factor for households.

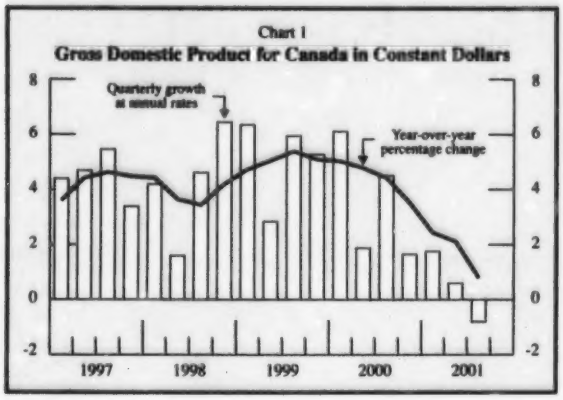
In the second half of the year, business confidence is assumed to recover as the inventory correction ends and the significant amount of fiscal and monetary stimulus continues to support household spending. Investment spending should begin to pick up as corporate earnings start to recover. These developments should lead to a strong rebound in the U.S. economy in the second half of the year—to growth rates above that of potential output.

On an annual average basis, this would imply a growth rate for U.S. real GDP of around 3/4 per cent in 2002, slightly below the rate expected in the Bank's last *Report*. Nevertheless, with the pace of activity firming over the course of the year, U.S. growth is expected to be close to 2 1/4 per cent on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis.

Prospects for economic growth in other industrialized countries have weakened since the release of the November *Report*. In Europe, the spillover effects to domestic demand from geopolitical uncertainties and the U.S. slowdown have apparently dampened economic growth by more than had been anticipated. Nevertheless, economic activity is expected to strengthen somewhat during the second half of the year in response to the earlier easing in monetary policy, lower energy prices, and the projected U.S. recovery. The economic outlook in Japan has also worsened, owing to ongoing structural difficulties and deteriorating business and household confidence.

Activity in emerging-market economies is generally expected to recover through 2002 as global demand picks up. The Argentine default has had little impact on other emerging-market borrowers.

The projected recovery in world economic growth should gradually boost the U.S.-dollar prices of non-energy commodities through 2002 from their current low levels. Prices for both crude oil and natural gas are also likely to recover somewhat over this period.



Recent Economic and Financial Developments

After declining by 0.8 per cent at an annual rate in the third quarter of 2001, Canada's real GDP (Chart 1) is estimated to have remained largely unchanged in the fourth quarter. This would result in annual average growth for 2001 of about 1.5 per cent.

Some sectors of the economy have recovered quickly from the disruptions associated with the terrorist attacks on the United States last September. But in other areas, the adverse effects have persisted. In particular, activity in air travel, tourism, and certain manufacturing operations has remained well below that prior to the attacks. Automobile sales were at record levels in December, but some of these sales appear to have been brought forward from the first quarter of this year.

On balance, these sectoral developments suggest that, on average over the fourth and first quarters, the economy will have expanded by slightly less than was expected in the November *Report*, creating a correspondingly larger output gap.

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.7 per cent in November, down from 2.3 per cent in September (Chart 2). This decline in core inflation, while consistent with an economy that has moved into a position of excess supply, occurred sooner than expected in the last *Report*. This lower-than-expected level of core inflation mainly reflected increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers, as well as by operators of travel accommodation, to stimulate sales following the sharp fall-off in September.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.7 per cent in November, down sharply from 2.6 per cent in September. This marked decrease relative to the core rate stems mainly from the significant decline in the world prices of energy commodities over the past year.

In response to weaker domestic activity, rising levels of economic slack, and attendant downward pressures on inflation, the Bank lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on 27 November 2001 and by 25 basis points on 15 January, bringing the level down to 2 per cent. Since the beginning of 2001, the Bank's key policy rate has been reduced by a total of 375 basis points. More than half of this reduction has occurred since late August (Chart 3).

Over the two months up to 15 January (the last fixed announcement date), the Canadian dollar fluctuated around a relatively low level against its U.S. counterpart. This situation reflected the general cyclical weakness of the world economy and commodity prices, as well as the uncertain international economic and political situation. The Canadian dollar strengthened somewhat against other major currencies over this period.

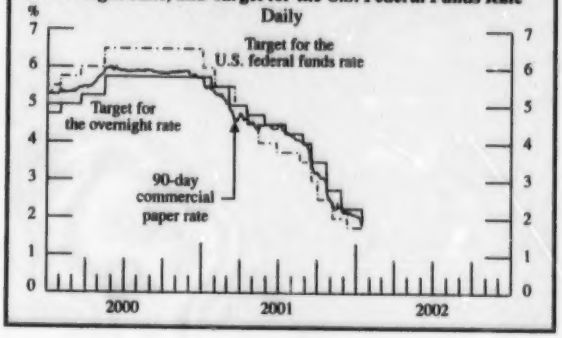
Because of the weakness in economic growth and the uncertainty surrounding

102-02452/

Chart 3

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the U.S. Federal Funds Rate

Daily



the outlook, certain sectors of the Canadian economy have experienced somewhat tighter credit conditions. There has recently been some easing in these conditions, however. As well, equity markets have recovered from the lows that followed the terrorist attacks.

Prospects for Growth

Recent geopolitical and economic developments increasingly point to the likelihood that economic growth in North America will gather significant momentum over the course of the year. The geopolitical situation has improved, and there are indications of a recovery in consumer confidence in both the United States and Canada from the low points reached after the terrorist attacks. However, business confidence in both countries remains weak, primarily reflecting the fact that the adjustment in inventories and fixed investment has not yet fully run its course and that corporate profits are low. The timing and strength of the recovery in global business investment represents the major uncertainty for the outlook.

Growth in the U.S. economy is projected to be modest in the first half of 2002. Business investment is expected to remain sluggish through the period, while the phasing out of generous price incentives on motor vehicles, a high level of consumer indebtedness, and rising unemployment are likely to slow the rate of increase in household spending. Lower energy prices will, however, be a positive factor for households.

In the second half of the year, business confidence is assumed to recover as the inventory correction ends and the significant amount of fiscal and monetary stimulus continues to support household spending. Investment spending should begin to pick up as corporate earnings start to recover. These developments should lead to a strong rebound in the U.S. economy in the second half of the year—to growth rates above that of potential output.

On an annual average basis, this would imply a growth rate for U.S. real GDP of around 3/4 per cent in 2002, slightly below the rate expected in the Bank's last *Report*. Nevertheless, with the pace of activity firming over the course of the year, U.S. growth is expected to be close to 2 1/4 per cent on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis.

Prospects for economic growth in other industrialized countries have weakened since the release of the November *Report*. In Europe, the spillover effects to domestic demand from geopolitical uncertainties and the U.S. slowdown have apparently dampened economic growth by more than had been anticipated. Nevertheless, economic activity is expected to strengthen somewhat during the second half of the year in response to the earlier easing in monetary policy, lower energy prices, and the projected U.S. recovery. The economic outlook in Japan has also worsened, owing to ongoing structural difficulties and deteriorating business and household confidence.

Activity in emerging-market economies is generally expected to recover through 2002 as global demand picks up. The Argentine default has had little impact on other emerging-market borrowers.

The projected recovery in world economic growth should gradually boost the U.S.-dollar prices of non-energy commodities through 2002 from their current low levels. Prices for both crude oil and natural gas are also likely to recover somewhat over this period.

In Canada, economic growth in the first half of 2002 is also projected to be modest and slightly lower than was previously projected on the basis of the Bank's working assumptions. Although household spending is expected to increase moderately, business investment and export growth are likely to remain weak. Cash-flow effects from lower energy prices will be one factor constraining capital spending in Canada. Growth of real GDP, on an annualized basis, is now expected to average between 1 and 2 per cent in the first half of this year.

Demand for Canadian exports should increase significantly in the second half of the year as a result of the strengthening of the U.S. economy. As well, the substantial amount of monetary stimulus that has been provided, together with the impact of recent government measures to improve national security and further reduce tax rates, will continue to support growth in domestic spending. These conditions should lead to a restoration of business confidence and to the start of a recovery in business investment.

Thus, the pace of economic activity in Canada is still expected to be above potential growth in the second half of the year—in the range of 3 to 4 per cent. On an annual average basis, GDP growth for 2002 would be in a range around a midpoint of slightly above 1 per cent—broadly in line with the latest average private sector forecast. This growth profile means that the amount of economic slack through 2002 would be somewhat greater than was anticipated at the time of the last *Report*.

Since last autumn, financial markets have remained volatile, reflecting uncertainty regarding the international economic and geopolitical outlook. Nevertheless, expectations for future economic prospects have become more optimistic. In equity markets, the recovery from the effects of 11 September points to expectations of an economic recovery and of higher earnings. The more positive economic outlook among financial market participants is also reflected in the current steepness of the yield curve in bond markets.

The Outlook for Inflation

Although the November level of core inflation was somewhat lower than expected as a result of increased price discounting, most of this discounting is expected to diminish appreciably in coming months, in line with the recovery in consumer confidence. Nonetheless, core inflation will likely remain around its current level in the first half of the year, given the increased excess supply in the economy.

With slightly greater economic slack through 2002, core inflation is now expected to average just under 1 1/2 per cent in the second half. Total CPI inflation should remain below the core rate until late 2002, on the assumption that world energy prices increase only moderately from current levels.

By lowering its target for the overnight interest rate by 375 basis points since the beginning of 2001, the Bank has taken vigorous action to support growth in domestic demand. As a result, economic slack should start to diminish in the second half of 2002 and would be expected to disappear by late 2003. Consequently, both core and total CPI inflation should be back close to 2 per cent in about two years.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* may be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2002 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 15 janvier 2002 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié en novembre 2001.*

Dans la livraison de novembre du *Rapport sur la politique monétaire*, on estimait que le moment auquel s'amorcerait la reprise de l'activité économique au Canada cette année et l'ampleur qu'elle aurait dépendaient essentiellement de l'évolution de la situation géopolitique et de la rapidité avec laquelle la confiance des ménages et des entreprises reviendrait à la normale. Deux scénarios extrêmes étaient alors envisagés. Dans le premier, la confiance des ménages et des entreprises restait fragile tout au long de 2002, alimentant la faiblesse de la croissance. Dans le second, la confiance se rétablissait rapidement, contribuant à un vif redressement de l'activité durant les premiers mois de 2002.

Bien qu'une croissance robuste ne soit pas encore engagée, la conjoncture géopolitique a pris une tournure favorable et la confiance des consommateurs s'est redressée. Par conséquent, il est maintenant plus probable que l'expansion se situera à mi-chemin entre ces deux scénarios et qu'elle concordera en gros avec les « hypothèses de travail » de la Banque énoncées en novembre dernier[1]. L'économie devrait donc gagner considérablement en vigueur à mesure que l'année avancera. Toutefois, la confiance des entreprises demeure faible dans de nombreux pays, et le moment et l'ampleur de la reprise des investissements à l'échelle mondiale représentent la principale incertitude pesant sur les perspectives de croissance. Relativement à ses hypothèses de novembre dernier, la Banque s'attend maintenant à ce que la marge de capacités inutilisées soit légèrement plus importante en 2002 qu'elle ne le croyait alors.

Faits saillants

- La Banque a abaissé son taux directeur de 75 points de base depuis la parution du *Rapport* de novembre, ce qui porte à 375 points la réduction totale opérée au cours des 12 derniers mois.
- On s'attend maintenant à ce que la marge de capacités inutilisées en 2002 soit un peu plus importante qu'on ne l'avait prévu en novembre dernier.
- Néanmoins, la probabilité que l'économie gagne beaucoup de vigueur au cours de l'année est plus élevée.
- Comme les capacités inutilisées au sein de l'économie devraient commencer à s'amenuiser au second semestre de 2002 pour disparaître vers la fin de 2003, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient remonter aux alentours de 2 % d'ici deux ans environ.
- La principale incertitude qui plane sur les perspectives concerne le moment et l'ampleur de la reprise des investissements des entreprises à l'échelle mondiale.

1. Compte tenu de l'évolution de la situation ces deux derniers mois, la Banque revient à sa pratique habituelle consistant à présenter une fourchette de 1 point de pourcentage autour du point médian de sa projection de croissance pour le PIB canadien.

M121

IMPORTANT NOTE CONCERNING THE FOLLOWING PAGES

THE PAGES WHICH FOLLOW HAVE BEEN FILMED TWICE IN ORDER TO OBTAIN THE BEST REPRODUCTIVE QUALITY

USERS SHOULD CONSULT ALL THE PAGES REPRODUCED ON THE FICHE IN ORDER TO OBTAIN A COMPLETE READING OF THE TEXT.

REMARQUE IMPORTANTE CONCERNANT LES PAGES QUI SUIVENT

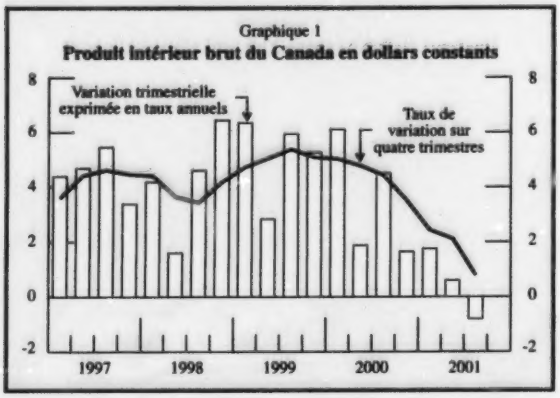
LES PAGES SUIVANTES ONT ÉTÉ REPRODUITES EN DOUBLE AFIN D'AMÉLIORER LA QUALITÉ DE REPRODUCTION

LES UTILISATEURS DOIVENT CONSULTER TOUTES LES PAGES REPRODUITES SUR LA FICHE AFIN D'OBTENIR LA LECTURE DU TEXTE INTÉGRAL

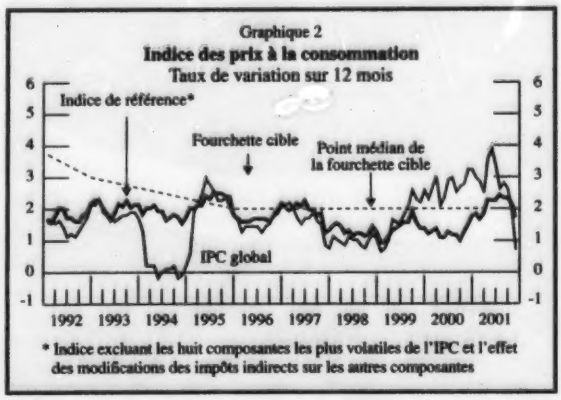
micromedia
a division of IHS Canada

20 Victoria Street
Toronto, Ontario M5C 2N8
Tel.: (416) 362-5211
Toll Free: 1-800-387-2689
Fax: (416) 362-6161
Email: info@micromedia.on.ca

Graphique 1
Produit intérieur brut du Canada en dollars constants



Graphique 2
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

L'évolution économique et financière récente

On estime que le PIB réel du Canada (Graphique 1), qui avait fléchi de 0,8 % en chiffres annuels au troisième trimestre de 2001, n'a guère changé au quatrième trimestre. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen pour 2001 s'établirait à environ 1,5 %.

Certains secteurs de l'économie se sont remis rapidement des perturbations associées aux attentats terroristes survenus aux États-Unis en septembre dernier. Les effets négatifs de ces attentats ont cependant persisté dans d'autres domaines. En particulier, le niveau de l'activité dans le transport aérien, le tourisme et certaines entreprises de fabrication est demeuré bien en deçà de ce qu'il était avant les événements du 11 septembre. Les ventes d'automobiles ont atteint des niveaux records en décembre, mais il semble que certaines d'entre elles, qui auraient autrement été effectuées au premier trimestre de cette année, aient été devancées.

Dans l'ensemble, l'évolution sectorielle laisse supposer que l'économie croîtra en moyenne un peu moins au quatrième trimestre de 2001 et au premier trimestre de 2002 qu'on ne l'avait prévu dans le *Rapport* de novembre, de sorte que l'écart de production sera plus marqué.

Le taux d'accroissement sur douze mois de la mesure du niveau des prix qu'utilise la Banque atteignait 1,7 % en novembre, contre 2,3 % en septembre (Graphique 2). Bien qu'elle cadre avec l'apparition d'une situation d'offre excédentaire au sein de l'économie, cette réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence de la Banque s'est produite plus tôt qu'on ne s'y attendait dans le dernier *Rapport*. Ce devancement tient principalement aux rabais accrus consentis par les constructeurs et les concessionnaires de véhicules automobiles, ainsi que par les exploitants de services d'hébergement, afin de stimuler les ventes après la chute observée en septembre.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global est tombé à 0,7 % en novembre, alors qu'il était de 2,6 % en septembre. Cette baisse marquée par rapport au taux d'accroissement de l'indice de référence est due en grande partie au recul notable enregistré par les cours mondiaux des produits de base énergétiques durant la dernière année.

Face au tassement de l'activité économique au pays, à l'augmentation de la marge de capacités excédentaires et aux pressions à la baisse consécutives sur l'inflation, la Banque a réduit le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 27 novembre 2001 et de 25 points de base le 15 janvier 2002, ce qui a abaissé ce taux à 2 %. La diminution totale du taux directeur de la Banque depuis le début de 2001 s'établit ainsi à 375 points de base, dont plus de la moitié ont été retranchés depuis la fin d'août (Graphique 3).

Au cours des deux mois qui ont précédé le 15 janvier (la plus récente date d'établissement du taux directeur), le dollar canadien a oscillé autour d'un niveau relativement bas par rapport à son pendant américain. Cette situation est liée à la faiblesse cyclique générale de l'économie mondiale et des prix des produits de base, ainsi qu'à l'incertitude entourant la conjoncture économique et politique internationale. Le dollar canadien s'est légèrement apprécié vis-à-vis des autres grandes monnaies durant cette période.

En raison de la croissance anémique et de l'incertitude qui plane sur les perspectives économiques, les conditions de crédit applicables à certaines industries au Canada se sont resserrées quelque peu, quoique, récemment,

Graphique 3

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Données quotidiennes

elles se soient relativement assouplies. Par ailleurs, les marchés boursiers se sont relevés des creux qui ont suivi les attentats.

Les perspectives de croissance

L'évolution géopolitique et économique récente laisse de plus en plus entrevoir la probabilité que l'expansion en Amérique du Nord s'accélérera de façon appréciable pendant l'année. La situation géopolitique s'est améliorée, et il semble que la confiance des consommateurs se soit redressée tant aux États-Unis qu'au Canada par rapport aux creux auxquels elle était tombée au lendemain des attaques terroristes. Cependant, la confiance des entreprises dans les deux pays demeure faible, ce qui tient surtout au fait que la correction des stocks et des investissements fixes n'a pas encore suivi tout son cours et que les bénéfices des sociétés sont déprimés. La principale incertitude qui entache les perspectives économiques concerne le moment et l'ampleur de la reprise des investissements des entreprises à l'échelle mondiale.

On s'attend à ce que l'économie des États-Unis connaisse une croissance modeste au premier semestre de 2002. Les investissements des entreprises devraient rester atones tout au long de cette période, tandis qu'il est probable que la suppression graduelle des généreuses incitations à l'achat de véhicules automobiles, le niveau élevé d'endettement des consommateurs et la hausse du chômage ralentiront le rythme de progression de la dépense des ménages. En revanche, la diminution des prix de l'énergie constituera un facteur positif pour ces derniers.

La confiance des entreprises devrait se rétablir au second semestre de l'année, à la faveur de la fin de la correction des stocks et du soutien important que continuent de procurer à la dépense des ménages les réductions d'impôt et les mesures d'assouplissement monétaire en place. De plus, au fur et à mesure que les revenus des sociétés commenceront à se redresser, les dépenses d'investissement devraient se remettre à augmenter. On devrait ainsi assister, au second semestre de l'année, à une forte reprise de l'économie américaine et à des taux de croissance dépassant celui de la production potentielle.

Par conséquent, le taux d'accroissement du PIB réel des États-Unis devrait s'établir aux alentours de 3/4 % en moyenne annuelle en 2002, ce qui est légèrement en deçà du taux prévu dans le dernier *Rapport* de la Banque. Néanmoins, étant donné que le rythme de l'activité s'accélérera tout au long de l'année, on estime que l'expansion aux États-Unis avoisinera 2 1/4 % d'un quatrième trimestre à l'autre.

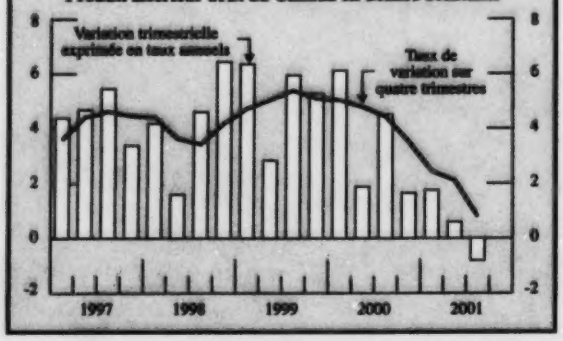
Les perspectives de croissance économique dans les autres pays industrialisés se sont détériorées depuis la publication du *Rapport* de novembre. En Europe, les effets de l'incertitude géopolitique et de la baisse de régime de l'économie américaine sur la demande intérieure semblent avoir ralenti l'expansion économique davantage que prévu. Cependant, l'activité devrait se raffermir quelque peu durant la seconde moitié de l'année, à la faveur de l'assouplissement antérieur de la politique monétaire, de la baisse des prix de l'énergie et de la reprise escomptée de l'économie américaine. Les perspectives économiques se sont également dégradées au Japon, en raison de problèmes structurels persistants et de la diminution de la confiance des entreprises et des ménages.

On s'attend généralement à ce que l'activité dans les économies de marché émergentes s'intensifie tout au long de 2002, à mesure que la demande mondiale se ressaisira. La cessation de paiement décrétée par l'Argentine n'a eu qu'une faible incidence sur les autres pays débiteurs à marché émergent.

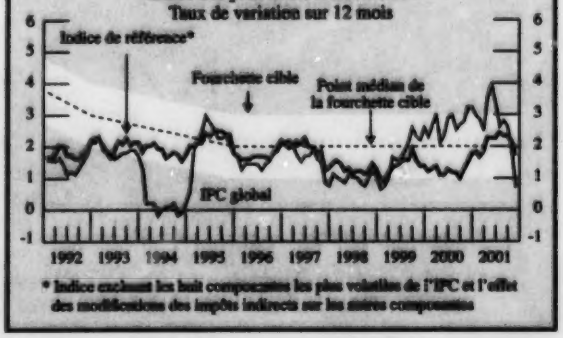
La reprise anticipée de l'expansion économique mondiale devrait faire monter graduellement, tout au long de 2002, les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques, qui se situent présentement à de bas niveaux. Il est probable que les cours du pétrole brut et du gaz naturel se redresseront également quelque peu durant cette période.

L'économie canadienne devrait aussi connaître, au premier semestre de 2002, une croissance modeste et légèrement inférieure aux projections établies antérieurement d'après les

Graphique 1
Produit intérieur brut du Canada en dollars constants



Graphique 2
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

L'évolution économique et financière récente

On estime que le PIB réel du Canada (Graphique 1), qui avait fléchi de 0,8 % en chiffres annuels au troisième trimestre de 2001, n'a guère changé au quatrième trimestre. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen pour 2001 s'établirait à environ 1,5 %.

Certains secteurs de l'économie se sont remis rapidement des perturbations associées aux attentats terroristes survenus aux États-Unis en septembre dernier. Les effets négatifs de ces attentats ont cependant persisté dans d'autres domaines. En particulier, le niveau de l'activité dans le transport aérien, le tourisme et certaines entreprises de fabrication est demeuré bien en deçà de ce qu'il était avant les événements du 11 septembre. Les ventes d'automobiles ont atteint des niveaux records en décembre, mais il semble que certaines d'entre elles, qui auraient autrement été effectuées au premier trimestre de cette année, aient été devancées.

Dans l'ensemble, l'évolution sectorielle laisse supposer que l'économie croîtra en moyenne un peu moins au quatrième trimestre de 2001 et au premier trimestre de 2002 qu'on ne l'avait prévu dans le *Rapport* de novembre, de sorte que l'écart de production sera plus marqué.

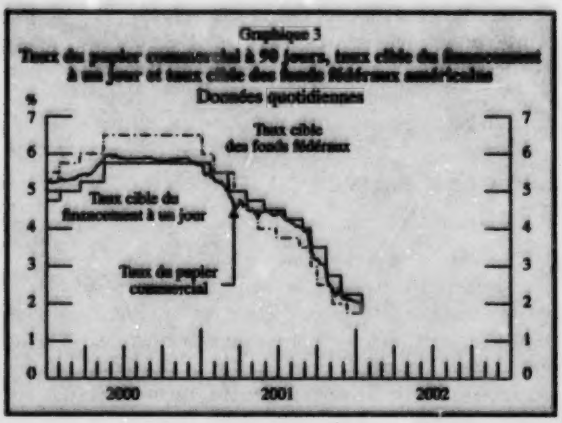
Le taux d'accroissement sur douze mois de la mesure du niveau des prix qu'utilise la Banque atteignait 1,7 % en novembre, contre 2,3 % en septembre (Graphique 2). Bien qu'elle cadre avec l'apparition d'une situation d'offre excédentaire au sein de l'économie, cette réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence de la Banque s'est produite plus tôt qu'on ne s'y attendait dans le dernier *Rapport*. Ce devancement tient principalement aux rabais accrus consentis par les constructeurs et les concessionnaires de véhicules automobiles, ainsi que par les exploitants de services d'hébergement, afin de stimuler les ventes après la chute observée en septembre.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global est tombé à 0,7 % en novembre, alors qu'il était de 2,6 % en septembre. Cette baisse marquée par rapport au taux d'accroissement de l'indice de référence est due en grande partie au recul notable enregistré par les cours mondiaux des produits de base énergétiques durant la dernière année.

Face au tassement de l'activité économique au pays, à l'augmentation de la marge de capacités excédentaires et aux pressions à la baisse consécutives sur l'inflation, la Banque a réduit le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 27 novembre 2001 et de 25 points de base le 15 janvier 2002, ce qui a abaissé ce taux à 2 %. La diminution totale du taux directeur de la Banque depuis le début de 2001 s'établit ainsi à 375 points de base, dont plus de la moitié ont été retranchés depuis la fin d'août (Graphique 3).

Au cours des deux mois qui ont précédé le 15 janvier (la plus récente date d'établissement du taux directeur), le dollar canadien a oscillé autour d'un niveau relativement bas par rapport à son pendant américain. Cette situation est liée à la faiblesse cyclique générale de l'économie mondiale et des prix des produits de base, ainsi qu'à l'incertitude entourant la conjoncture économique et politique internationale. Le dollar canadien s'est légèrement apprécié vis-à-vis des autres grandes monnaies durant cette période.

En raison de la croissance anémique et de l'incertitude qui plane sur les perspectives économiques, les conditions de crédit applicables à certaines industries au Canada se sont resserrées quelque peu, quoique, récemment,



elles se soient relativement assouplies. Par ailleurs, les marchés boursiers se sont relevés des creux qui ont suivi les attentats.

Les perspectives de croissance

L'évolution géopolitique et économique récente laisse de plus en plus entrevoir la probabilité que l'expansion en Amérique du Nord s'accélérera de façon appréciable pendant l'année. La situation géopolitique s'est améliorée, et il semble que la confiance des consommateurs se soit redressée tant aux États-Unis qu'au Canada par rapport aux creux auxquels elle était tombée au lendemain des attaques terroristes. Cependant, la confiance des entreprises dans les deux pays demeure faible, ce qui tient surtout au fait que la correction des stocks et des investissements fixes n'a pas encore suivi tout son cours et que les bénéfices des sociétés sont déprimés. La principale incertitude qui entache les perspectives économiques concerne le moment et l'ampleur de la reprise des investissements des entreprises à l'échelle mondiale.

On s'attend à ce que l'économie des États-Unis connaisse une croissance modeste au premier semestre de 2002. Les investissements des entreprises devraient rester atones tout au long de cette période, tandis qu'il est probable que la suppression graduelle des généreuses incitations à l'achat de véhicules automobiles, le niveau élevé d'endettement des consommateurs et la hausse du chômage ralentiront le rythme de progression de la dépense des ménages. En revanche, la diminution des prix de l'énergie constituera un facteur positif pour ces derniers.

La confiance des entreprises devrait se rétablir au second semestre de l'année, à la faveur de la fin de la correction des stocks et du soutien important que continuent de procurer à la dépense des ménages les réductions d'impôt et les mesures d'assouplissement monétaire en place. De plus, au fur et à mesure que les revenus des sociétés commenceront à se redresser, les dépenses d'investissement devraient se remettre à augmenter. On devrait ainsi assister, au second semestre de l'année, à une forte reprise de l'économie américaine et à des taux de croissance dépassant celui de la production potentielle.

Par conséquent, le taux d'accroissement du PIB réel des États-Unis devrait s'établir aux alentours de 3/4 % en moyenne annuelle en 2002, ce qui est légèrement en deçà du taux prévu dans le dernier *Rapport* de la Banque. Néanmoins, étant donné que le rythme de l'activité s'accélérera tout au long de l'année, on estime que l'expansion aux États-Unis avoisinera 2 1/4 % d'un quatrième trimestre à l'autre.

Les perspectives de croissance économique dans les autres pays industrialisés se sont détériorées depuis la publication du *Rapport* de novembre. En Europe, les effets de l'incertitude géopolitique et de la baisse de régime de l'économie américaine sur la demande intérieure semblent avoir ralenti l'expansion économique davantage que prévu. Cependant, l'activité devrait se raffermir quelque peu durant la seconde moitié de l'année, à la faveur de l'assouplissement antérieur de la politique monétaire, de la baisse des prix de l'énergie et de la reprise escomptée de l'économie américaine. Les perspectives économiques se sont également dégradées au Japon, en raison de problèmes structurels persistants et de la diminution de la confiance des entreprises et des ménages.

On s'attend généralement à ce que l'activité dans les économies de marché émergentes s'intensifie tout au long de 2002, à mesure que la demande mondiale se ressaisira. La cessation de paiement décrétée par l'Argentine n'a eu qu'une faible incidence sur les autres pays débiteurs à marché émergent.

La reprise anticipée de l'expansion économique mondiale devrait faire monter graduellement, tout au long de 2002, les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques, qui se situent présentement à de bas niveaux. Il est probable que les cours du pétrole brut et du gaz naturel se redresseront également quelque peu durant cette période.

L'économie canadienne devrait aussi connaître, au premier semestre de 2002, une croissance modeste et légèrement inférieure aux projections établies antérieurement d'après les

hypothèses de travail de la Banque. Si on s'attend à une hausse modérée des dépenses des ménages, l'accroissement des exportations et des investissements des entreprises devrait en revanche demeurer faible. L'incidence de la réduction des cours de l'énergie sur la trésorerie des entreprises est au nombre des facteurs qui limiteront les dépenses d'investissement au Canada. On prévoit maintenant une expansion du PIB réel s'établissant en moyenne entre 1 et 2 %, en taux annualisé, pour la première moitié de cette année.

Les exportations de produits canadiens devraient croître sensiblement au second semestre de l'année, à la faveur du raffermissement de l'économie américaine. De plus, l'important assouplissement monétaire qui a été opéré, conjugué aux mesures récentes du gouvernement visant à améliorer la sécurité nationale et à réduire encore les taux d'imposition, continuera de favoriser une progression de la dépense au pays. Tout cela devrait se traduire par le rétablissement de la confiance des entreprises et déclencher une reprise des investissements de ces dernières.

On continue donc de s'attendre à ce que le rythme d'expansion de l'économie canadienne soit supérieur à celui de la croissance de la production potentielle au second semestre, se situant entre 3 et 4 %. La croissance du PIB en moyenne annuelle s'établirait en 2002 dans une plage dont le point médian serait légèrement au-dessus de 1 %, ce qui cadre en gros avec les plus récentes prévisions du secteur privé. Ce profil de croissance implique que les capacités inutilisées seraient, tout au long de l'année, légèrement supérieures à ce qu'on avait prévu dans le dernier *Rapport*.

Face à l'incertitude qui plane sur la conjoncture économique et géopolitique mondiale, les marchés financiers sont demeurés volatils depuis l'automne. Néanmoins, les opinions exprimées sur l'évolution future de l'économie sont devenues plus positives. Le rétablissement de l'activité boursière, à la suite des événements du 11 septembre, témoigne bien du fait que l'on s'attend à une reprise de l'économie et à des bénéfices plus élevés. La courbe de rendement des marchés obligataires, très accentuée en ce moment, reflète également un regain d'optimisme des opérateurs à l'égard des perspectives économiques.

Les perspectives en matière d'inflation

Résultat des rabais substantiels accordés aux consommateurs, le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence était quelque peu inférieur aux prévisions en novembre. On prévoit toutefois que, pour la plupart, ces rabais s'amenuiseront considérablement dans les prochains mois, de pair avec le rétablissement de la confiance des consommateurs. Néanmoins, compte tenu de l'augmentation des capacités inutilisées au sein de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera vraisemblablement autour de son niveau actuel au premier semestre de cette année.

Comme les capacités excédentaires seront légèrement plus élevées en 2002, la Banque s'attend maintenant à ce que le taux d'inflation moyen mesuré par l'indice de référence se situe un peu en deçà de 1 1/2 % au second semestre de l'année. Dans l'hypothèse où les cours mondiaux de l'énergie n'augmenteraient que légèrement par rapport à leurs niveaux actuels, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'à la fin de 2002.

La Banque a pris des mesures vigoureuses pour soutenir la croissance de la demande intérieure en abaissant le taux cible du financement à un jour de 375 points de base depuis le début de 2001. Les capacités de production excédentaires devraient donc commencer à se résorber au second semestre de 2002, et on s'attend à ce qu'elles disparaissent vers la fin de 2003. En conséquence, tant le taux d'accroissement de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient remonter aux alentours de 2 % d'ici deux ans environ.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou des *Mises à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca